



**University of
Zurich^{UZH}**

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2011

Gibt es einen "dritten Weg" in die Zukunft des Banking

Rochet, Jean-Charles

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-54315>

Newspaper Article

Published Version

Originally published at:

Rochet, Jean-Charles. Gibt es einen "dritten Weg" in die Zukunft des Banking. In: NZZ, 15, 19 January 2011, 35.

Gibt es einen «dritten Weg» in die Zukunft des Banking?

Vorschlag zur Entschärfung der Jagd auf hohe Eigenkapitalrenditen und zum Einbezug grosser Investoren neben den Aktionären

Mit Blick auf die künftige Bankenregulierung wird im Folgenden ein Ansatz dargelegt, der auch Depositen-Grossinvestoren eine gewisse Kontrolle über das Banken-Management einräumt.

Jean-Charles Rochet

Die grossen Banken buhlen in einem harten Wettbewerb um die Gunst der Aktionäre und streben deshalb eine möglichst hohe Eigenkapitalrendite an – dies gilt oft als Hauptgrund für die Krise 2007 – 2009, die als grösste Finanzkrise der Geschichte bezeichnet werden kann. Bankmanager machen immer wieder geltend, sie seien geradezu gezwungen gewesen, so gewaltige Risiken einzugehen, um die Eigenkapitalrendite in die Höhe zu treiben. Hätten sie es nicht getan, wären sie von den Aktionären als Underperformer eingestuft und abgesetzt worden. Eine kurz vor Ausbruch der Krise gemachte Aussage von Chuck Prince, dem früheren CEO der Citibank, veranschaulicht dies treffend: «Wenn die Musik aufhört . . ., dann wird es schwierig. Aber solange die Musik spielt, muss man tanzen, und wir sind noch am Tanzen.»

Lehren aus dem LTCM-Fall

Genau diese Argumentation ist es, die seinerzeit im Sommer 1998 zu den katastrophalen Verlusten des Hedge-Fund LTCM (Long-Term Capital Management) führte. Man erinnert sich, dies war der Fonds, der fünf Jahre vorher von den zwei berühmten Finance-Professoren (und späteren Nobelpreisträgern) Robert Merton und Myron Scholes sowie dem Wall-Street-Star und Salomon-Brothers-Manager John Meriwether gegründet worden war. Ziel war das Ausnützen von Arbitragemöglichkeiten an internationalen Bondmärkten. Am Anfang funktionierte die Strategie gut. LTCM und seine Kunden erzielten enorme Renditen: 1995 43%, im Jahr darauf 41%, 1997 waren es allerdings «nur» 17%; zum Teil, weil die von LTCM entdeckten Marktchancen auch von internationalen Banken ausgenutzt wurden, die die Strategien imitierten.

LTCM wollte den Ruf der herausragenden Kompetenz aber nicht verlieren, und das Mittel gegen eine nachlassende Rendite auf dem Kapital sah man

darin, die Eigenkapitalbasis zu verkleinern und das Fremdkapital auszubauen, also den Leverage zu erhöhen. So entschloss man sich bei LTCM, über einen Drittel der Aktien zurückzukaufen, was den Aktionären einen ansehnlichen Ertrag brachte, aber das Überleben des Fonds gefährdete. Und tatsächlich: Als am 17. August 1998 Russland die Bedienung seiner Inlandschulden aussetzte, löste dies an den Märkten Turbulenzen aus, denen LTCM nicht gewachsen war.

Anfang September hatten die Investoren mehr als die Hälfte ihres Eigenkapitals verloren, der Fonds war nah am Bankrott. Angesichts der immensen von LTCM gehaltenen Bond-Positionen hätte ein solcher Bankrott gewaltige Verkaufswellen ausgelöst und alle Banken in den Strudel gezogen, die LTCM-Strategien kopiert hatten. Aus Furcht vor massiven Störungen im amerikanischen und internationalen Finanzsystem organisierte die Fed New York am 23. September mit 14 Banken eine private Rettungsaktion. Es traf sich, dass etliche unter diesen Banken zu den Imitatoren der LTCM-Ansätze gehörten und grosse Verluste erlitten hätten, wäre die Rettung unterblieben.

Es gibt eben nichts Neues unter der Sonne: Das Syndrom, das in der Subprime-Krise viele Banken und Finanzinstitute befiel, hat man in der Vergangenheit schon oft beobachtet. Hervorragend dargelegt wurde dies von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff in ihrem Buch mit dem ironischen Titel «This time it's different» bzw. «Dieses Mal ist alles anders» (2010). Die grundlegenden Mechanismen sind immer die gleichen: Unter dem Druck von Aktionären und Börsenpublikum tendieren Finanzinstitute dazu, immer mehr Risiken einzugehen. Dies führt irgendwann zu massiven Verlusten und endet am Schluss in einer Finanzkrise.

Die Frage ist aber, ob man sich einfach damit abfinden muss, ob also Krisen die unvermeidliche Folge davon sind, dass Bankmanager unter dem Druck von gierigen und einfallreichen Aktionären dazu getrieben werden, übermässig riskante Geschäfte einzugehen, sobald sie neue Gewinnmöglichkeiten entdecken. Dies ist die Sichtweise der US-Bankenbranche (und eines Grossteils der amerikanischen Konservativen). Da dominiert die Meinung, dass sich der Staat in der Zeit zwischen Krisen so wenig als möglich ins Geschehen einmischen soll (um Marktverzerrungen zu

vermeiden), dann aber energisch eingreifen soll, wenn eine Krise ausgebrochen ist, um die Störungen im System möglichst gering zu halten. Im Endeffekt führt dies dazu, dass Gewinne privatisiert und Verluste sozialisiert werden.

In Europa dominiert eine ganz andere Sicht. Die meisten Entscheidungsträger befürworten tiefgreifende Reformen der Regulierung des Finanzsektors, um einer übertriebenen Risikoneigung bei Banken entgegenzuwirken. Etliche Länder, namentlich die Schweiz, haben mutige Reformen eingeleitet, die im Bankensektor den Spielraum für allzu riskantes Verhalten zweifellos einschränken werden – zumindest für eine gewisse Zeit. Im Gegensatz dazu ist das in den USA verabschiedete Dodd-Frank-Gesetz beispielsweise sehr vage in der Frage, wie viel Macht die mit dem Gesetz geschaffene Regulierungsbehörde (Financial Oversight Council), wirklich erhalten soll. Noch weniger vertrauenerweckend ist die Tatsache, dass das neu ins Leben gerufene European Systemic Risk Board nur konsultativ zum Zug kommen soll, während die Kompetenz zum Anordnen von Massnahmen in der Euro-Zone bei nationalen Regulatoren verbleibt, die immer auch ihre eigenen Präferenzen im Auge haben.

Selbst wenn politische Akteure wirklich den Willen hätten, Änderungen durchzusetzen, würde sich die Bankenbranche den Reformen gekonnt widersetzen. So traten nach Bekanntwerden der Empfehlungen des Basler Ausschusses für die neuen Regulierungen im Rahmen von «Basel 3» sofort Spitzenmanager grosser internationaler Banken an die Öffentlichkeit, um darzulegen, wie verheerend solche Regeln für die Finanzinstitute wären. Nach Darstellung des Institute of International Finance, des Sprachrohrs der internationalen Grossbanken, würde die Einführung der «Basel 3»-Regeln in der Euro-Zone, in den USA und Japan in den kommenden fünf Jahren insgesamt 10 Mio. Arbeitsplätze vernichten.

Auch wenn diese Zahlen stark umstritten sind, veranschaulichen sie doch das Hauptargument, das grosse Banken im Kampf gegen strengere Regulierungen ins Feld führen: «Vorsicht vor ungewollten Nebenwirkungen!» Argumentiert wird etwa, die Einschränkung von Spekulationsgeschäften bei Banken könnte dazu führen, dass deren Kreditvergabe gerade an kleine und mittlere Unternehmen stranguliert würde und

jene gefürchtete Kreditklemme daraus entstünde, die in riesigem Ausmass Arbeitsplätze aufs Spiel setzen würde.

Das Gesamtkapital im Blick

Ich möchte hier eine Art dritten Weg vorschlagen – einen Weg zwischen den zwei Extremrichtungen «laissez faire» (samt periodischen Krisenbewältigungen durch Steuergelder) und erdrückender Regulierung (deren Kosten beträchtlich sein können). Der Vorschlag besteht darin, die Zielgrössen, die man Bankmanagern als Anreize vorgibt, zu modifizieren: Statt dass die Bankmanager an der Eigenkapitalrendite gemessen werden, sollen sie die Verzinsung für die gesamte am Markt aufgenommene Finanzierung maximieren. Sie sollen also Eigenkapital und Fremdkapital zusammen betrachten; entsprechend soll ihr Leistungsausweis auf beide Aspekte «geeicht» werden. Immerhin sind ja sogar die Bankmanager der Meinung, dass die Jagd auf die Eigenkapitalrendite Hauptgrund für das Inkaufnehmen übermässiger Risiken war. Dabei sind Unterschiede zwischen Bankensektor und Realsektor zu beachten.

Seit Adam Smith lautet das Credo des Kapitalismus, dass das, was für die Aktionäre gut ist, bei funktionierenden Märkten auch für die Gesellschaft gut ist, dass also Shareholder-Value-Maximierung auf Firmenebene automatisch auch zur gesellschaftlich optimalen Allokation der Ressourcen führt. Für die kleineren Firmen ist die Maximierung des Shareholder Value denn auch völlig in Ordnung. Es gehört zu den zentralen Aufgaben der Manager, im Verkehr mit Banken für einen Kredit günstige Bedingungen auszuhandeln, dies trägt ebenso zur Wertsteigerung der Firma bei wie ein erfolgreiches Kerngeschäft in Industrie oder Dienstleistung.

Entsprechend gestaltet sich die Finanzierung durch Fremdkapital in solchen Unternehmen über die Zeit hinweg relativ stabil und bemisst sich weitgehend an der Bilanzstruktur: Liquiditätsbedürfnisse werden eher durch kurzfristige Kredite finanziert, Investitionen in Anlagevermögen eher durch langfristiges Fremdkapital. Zudem spielen einbehaltene Gewinne zur internen Finanzierung im Realsektor eine wichtige Rolle, so dass die Eigenkapitalquoten typischerweise mindestens 25% und oft weitaus höhere Werte erreichen. Entsprechend macht die Bilanzsumme in den «offensiveren» Firmen das 4-Fache, sonst 3-Fache oder noch weniger des Eigenkapitals aus.

Einen weitaus grösseren Leverage gibt es im Bankensektor: Eine Studie des Basler Ausschusses zeigt, dass im OECD-Raum in der Zeit von 1993 bis 2007 die Bilanzsumme im Durchschnitt das 18,5-Fache der Eigenmittel ausmachte. In grossen Banken waren die Hebel noch gewaltiger, 2007 zeigten die europäischen Grossbanken und US-

Investmentbanken ein Verhältnis (Leverage) von über 30, in einigen Fällen übertraf die Kennzahl sogar 50, etwa bei der Deutschen Bank und bei der UBS.

Traditionell bilden Einlagen von Kunden die Hauptfinanzierungsquelle des Bankgeschäfts. In der Periode 1993 bis 2007 machten diese immer noch 43,5% der Finanzierungsseite aus, während die von den Aktionären stammenden Mittel lediglich bei 5,3% lagen. Über diese ganze Zeit hinweg betrug die Rendite auf dem gesamten eingesetzten Kapital nur 0,8% pro Jahr – welch ein Kontrast zur Eigenkapitalrendite, die dank schmaler Eigenmittelbasis und riesigem Anteil billiger Finanzierungsmittel auf 14,8% emporgehoben wurde. Die klassische Interpretation dieses Bildes lautet, dass Banken eben die Fähigkeit besitzen, auf Bankkonten (Depositen) in grossem Umfang Gelder von Kunden anzuziehen, die vor allem an Dienstleistungen und Zahlungsverkehr interessiert sind.

Auf diese Weise gelang es den Banken, trotz geringer Gesamtkapitalrendite für ihre Aktionäre eine anständige Verzinsung herauszuholen. Die zwei Hauptquellen der Wertgenerierung in Banken sind aus dieser Sicht rasch identifiziert: erstens ein guter Service im Zahlungsverkehr als Gegenleistung für das von Kunden billig zur Verfügung gestellte Geld, zweitens das Ausfindigmachen lukrativer Anlagemöglichkeiten, um diese mit billigem Geld aus Depositenbeziehungen zu nutzen. Solange die Reputation der Banken intakt war und es keine Runs auf Banken gab, war dieses Geschäftsmodell eine stabile Sache.

Aber in vielen Banken hat sich in den letzten Jahren ein starker Wandel vollzogen, wie ein genauerer Blick in Erfolgsrechnungen und Bilanzen der grösseren Institute im Jahr 2007 zeigt. Damals, am Vorabend der Krise, bestand die Finanzierung grosser Banken zu einem guten Teil aus sehr kurzfristigen Marktinstrumenten, beispielsweise ungesicherten Wholesale Deposits, also kurzfristigen Termineinlagen von Grossinvestoren. Zu beachten ist, dass diese Grossinvestoren, genau wie die Retail-Kunden, keinerlei Mittel in der Hand haben, um Entscheidungen des Bankmanagements zu beeinflussen. Im Gegensatz zu Aktionären sind sie im Verwaltungsrat nicht vertreten. Den Interessen der Kleinanleger wird immerhin dadurch Rechnung getragen, dass sie den Schutz durch die staatliche Einlagensicherung haben und die Aufsichtsbehörden die Banken überwachen. Damit wird erreicht, dass Bankmanager im Spannungsfeld zwischen den Interessen ihrer Aktionäre und denjenigen der Retail-Kunden zumindest bestimmte regulatorisch gesetzte Leitplanken beachten müssen.

Keine vergleichbaren Leitplanken und Interessenvertretungen gibt es hingegen mit Blick auf die wichtige Kundengruppe der Depositen-Grossanle-

ger, die grosse Summen kurzfristig anlegen. Das ist denn auch der Grund, weshalb Grossanleger-Depositen eine sehr instabile Kategorie darstellen. Beim geringsten Hauch eines Gerüchts über eine Bank werden solche Gelder schlagartig zurückgezogen. Dies ist die moderne Form eines «bank run» und heute eine der grössten Risikoquellen im Bankensektor. 2007 bestanden 75% der Bilanzsumme einer Durchschnittsbank aus solchen Grossanleger-Depositen. Dieses Risiko wurde von den Regulatoren vollständig übersehen; ihr Blick beschränkte sich auf ihr bevorzugtes Regulierungsinstrument, die risikogewichteten Kapitalquoten.

Dass die Banken in so grossem Ausmass Zuflucht zu kurzfristigen Finanzierungsinstrumenten nahmen, kann dadurch erklärt werden, dass sie auch dann an der Strategie des maximalen Leverage festzuhalten suchten, als ihnen die Kundengelder aus dem Retail-Markt weniger reichlich zuflössen. Der einfachste Ausweg bestand darin, sich mehr und mehr auf die Finanzierung am Markt für kurzfristige Mittel auszurichten, was auf eine massgebliche Finanzierung durch Geldmarktfonds hinauslief. Allerdings waren von Geldmarktfonds zu vernünftigen Zinssätzen wirklich nur ganz kurzfristige Ausleihungen zu haben.

Sozusagen Archetyp dieser neuen Finanzierungsstrategie war die schottische Bank Northern Rock. Im September 2007 galt Northern Rock als eines der erfolgreichsten Hypothekarinstitute Grossbritanniens. Das Geschäftsmodell war denkbar einfach: Investiert wurde in (scheinbar) sichere Tranchen von Verbriefungsinstrumenten, die auf Eigenheim-Hypotheken basierten (Residential Mortgage Backed Securities). Finanziert wurde dies mit kurzfristigen Depositengeldern, meist ungesicherten Wholesale Deposits.

Diese Strategie erschien relativ sicher, wiesen doch die Aktivposten ein hohes Bonitätsrating auf, und die Bank erschien – so sahen es die Regulatoren – gut kapitalisiert. Im Juni 2007 betrug die Bilanzsumme 113 Mrd. £, dies bei nur 2 Mrd. £ Eigenkapital. Ihr Leverage betrug damit 51, was enorm hoch war, von der Aufsichtsbehörde jedoch geduldet wurde, weil die Anlagen als praktisch risikolos galten. So betrugen die regulatorisch erforderlichen Eigenmittel nur 1,2 Mrd. £, also deutlich weniger als die damals ausgewiesenen 2,2 Mrd. £.

Dann aber, am 15. September 2007, nach Gerüchten über eine Rezession in den USA, gerieten die Depositen-Grossanleger der Northern Rock in Panik, was zum ersten «run» auf eine britische Bank seit dem 19. Jahrhundert führte. Als Erstes waren es die professionellen Investoren, die riesige Depositen-Anlagen nicht erneuerten, dann gab es eine lange Schlange von Depositen-Kunden, die ihre Gelder abziehen wollten, worauf die Bank of England mit massiven Liquiditätsspritzen dagegenzuhalten suchte. Am Schluss musste das

britische Finanzministerium die Bank verstaatlichen und mit Steuergeld rekapitalisieren. Insgesamt musste die öffentliche Hand 23 Mrd. £ in dieses Institut stecken, also etwa das 15-Fache der Summe, die regulatorisch als Eigenmittel vorgeschrieben war. Der Hauptgrund für das Desaster ist darin zu suchen, dass die Depositen-Grossinvestoren, die massgeblich zur Finanzierung der Bank beitrugen, von jeglicher Kontrolle der Managementprozesse ausgeschlossen waren. Ihnen blieb nur die «Abstimmung mit den Füssen», also der Ausstieg beim leisesten Verdacht auf Verluste auf ihren Anlagen.

wurde noch nirgends umgesetzt, und in obiger Darstellung sind vielleicht einige praktische Aspekte übersehen. Meine Hoffnung ist aber, dass die Diskussion darüber in Gang kommt, denn der Vorschlag nimmt das ins Visier, was als Hauptgrund für den Hang zu extremem Leverage und Risiken gelten kann, nämlich die Obsession, sich auf die Befriedigung einer einzigen Kategorie von Investoren (der Aktionäre) zu konzentrieren und dabei die Anliegen von Obligationären und Depositen-Anlegern zu vernachlässigen.

Die Einäugigkeit kurieren

Vor diesem Hintergrund sollte man sich einmal kurz vor Augen führen, wie es wäre, wenn die Obligationäre einer Bank eine gewisse Mitsprache bei Managemententscheidungen hätten, etwa durch die Vertretung ihrer Interessen im Verwaltungsrat. Und in gleicher Weise sollte man sich vorstellen, was geschähe, wenn das Management nicht mehr einfach den Shareholder Value zum Ziel hätte, sondern die Maximierung der Summe aus Shareholder Value und «Gläubiger-Value»; in der zweiten Kategorie wären die Depositen-Grossinvestoren eingeschlossen.

In normalen Zeiten würde es keine Rolle spielen, welches der beiden Regime man wählte, denn der Wert des am Markt aufgenommenen Fremdkapitals entspräche dem, was Investoren von diesen Instrumenten künftig an Erträgen erwarten. Aber in Krisensituationen, wenn Märkte schlecht funktionieren oder sogar zum Erliegen kommen, macht es einen grossen Unterschied, in welchem Regime man sich bewegt.

Wenn Obligationäre sich nach Massgabe ihrer Engagements an der Kontrolle der Bank beteiligen können, werden Bankmanager sicher vorsichtiger mit dem Aufnehmen von Fremdmitteln an den Märkten und werden auf jeden Fall eher längere Laufzeiten bevorzugen. Relevant wäre das gesamte Volumen der Finanzierung über den Markt, nicht dessen Aufteilung in Eigenkapital und andere Finanzierungsinstrumente, auch nicht die Aufteilung in kurz- und langfristige Teile. Im Fall einer Bank gänzlich ohne Retail-Depositen würde das Optimierungskriterium auf eine Maximierung der Rendite auf dem Gesamtvermögen hinauslaufen. Die Bankmanager würden so automatisch zu einer Art Selbstregulierung gelangen, die auf geringere Fremdkapitalfinanzierung und längere Laufzeiten abzielt.

Natürlich beruht dieser Vorschlag im gegenwärtigen Stadium auf einer theoretischen Sicht – aber Hochschulprofessoren sei es von Zeit zu Zeit zugestanden, leicht utopische Vorschläge zu unterbreiten, um den Konformismus etwas aufzubrechen. Der Ansatz bedarf noch einer gründlichen Erforschung, er